

# Lezione 17

# Finanza

# Comportamentale

# 21/11/2023

Prof. Gian Paolo Stella  
Economia degli Intermediari Finanziari

A.A. 2023-2024

- La teoria finanziaria classica sulle scelte di portafoglio e la formazione dei prezzi sui mercati finanziari ipotizza che gli individui siano perfettamente razionali e agiscano utilizzando set informativi completi e omogenei. Per lungo tempo, essa è stata impiegata per trarre implicazioni sul piano non solo normativo, ossia per definire i comportamenti ottimali, ma anche descrittivo, ossia per rappresentare i comportamenti effettivi.
- L'ipotesi della razionalità degli operatori assieme all'evoluzione della modellizzazione matematica, ha contribuito in modo significativo a disciplinare la conoscenza con un apparato normativo senza precedenti...



ma al tempo stesso ha fatto perdere di vista la realtà, e non è riuscita a descrivere cosa accade effettivamente nei mercati....

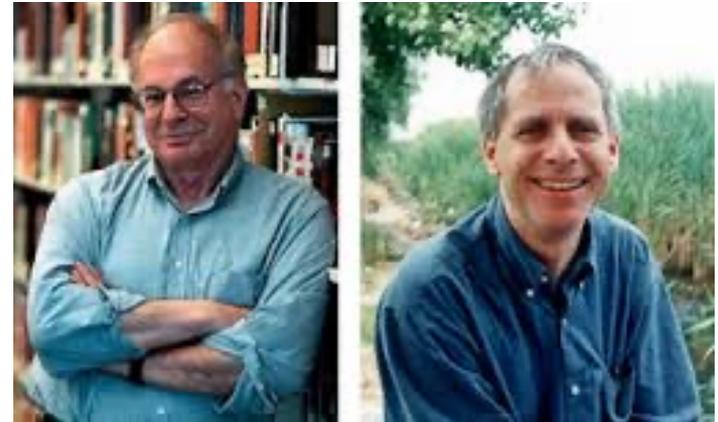
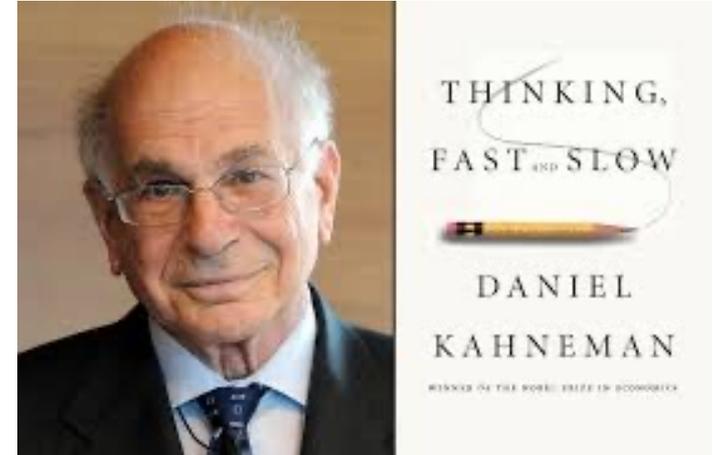
# Introduzione

- La ricerca empirica ha infatti smentito l'ipotesi di mercati efficienti e di razionalità degli investitori.
- Questi al contrario, sembrano commettere sistematicamente errori, di ragionamento e di preferenze difficilmente conciliabili con l'assunto di razionalità delle scelte.
- Sono emersi, così, i limiti della teoria classica nel descrivere un investitore che non solo non è in grado di utilizzare tutta l'informazione disponibile, ma è soggetto ad errori di percezione ed elaborazione dell'informazione.



# Introduzione

- Nei prima metà degli anni Settanta, quando l'approccio razionalista/neomarginalista raggiunse il suo culmine e lo scollamento tra teoria e realtà toccò il suo massimo, il vero comportamento dell'individuo tornò a interessare gli studiosi.
- Furono gli psicologi, Daniel Kahneman e Amos Tversky, a suggerire agli economisti la strada da intraprendere.
- In particolare, la psicologia cognitiva mette a disposizione dell'economia e della finanza numerosi strumenti grazie a cui delineare i confini dell'irrazionalità umana.
- Il comportamento dell'essere umano fu collocato al centro dell'attenzione e la finanza cominciò a riavvicinarsi alla realtà.



# Introduzione

- La finanza comportamentale (*Behavioral Finance*) ha spiegato gli errori della modellistica classica attingendo all'apparato teorico e all'evidenza sperimentale della psicologia cognitiva che si focalizza sui processi di elaborazione delle informazioni.
- Sebbene spesso presentata in contrapposizione alla teoria finanziaria classica, la finanza comportamentale si pone su un piano epistemologico differente, mirando a spiegare (piuttosto che a normare) i comportamenti degli agenti economici.
- È opinione sempre più diffusa, che i due filoni di letteratura, classica e comportamentale, dovrebbero più proficuamente essere utilizzati in modo complementare ai fini di una maggiore comprensione delle scelte individuali e dei fenomeni economici aggregati, per evitare situazioni come...



- Le decisioni in condizioni di incertezza, tra cui quelle di investimento, si articolano nella stima della probabilità che determinati eventi si verifichino, nel confronto tra gli esiti attesi corrispondenti ai vari eventi e nella scelta dell'alternativa “migliore” tra quelle disponibili.
- Il paradigma economico standard postula che gli individui, nel prendere tali decisioni, si comportano come se tutte le informazioni fossero acquisite ed elaborate secondo la teoria delle probabilità (razionalità delle percezioni), le preferenze fossero preesistenti, stabili e coerenti (razionalità delle preferenze) e il processo cognitivo consistesse nella massimizzazione delle preferenze dati i vincoli di mercato (razionalità del processo; McFadden, 1999).
- Le anomalie di comportamento osservate dimostrano, tuttavia, i limiti descrittivi dell'approccio standard, limiti che la finanza comportamentale supera tenendo conto degli errori cognitivi, nonché delle violazioni delle ipotesi di razionalità delle preferenze e del processo decisionale emersi dall'evidenza sperimentale ed empirica.

# la finanza comportamentale

- Secondo Milton Friedman (1953), una persona normale si comporta come un giocatore di baseball, il quale, quando lancia una palla, non è in grado di eseguire tutti i complicati calcoli necessari per calcolare in quale punto la palla andrà a cadere – il metodo scientificamente corretto richiederebbe di risolvere a mente un complesso sistema di equazioni differenziali- ma non per questo, si immobilizza.
- Egli fissa una semplice regola euristica: quando la palla è in alto, lui la fissa e comincia a correre.
- La regola euristica è quella di aggiustare la velocità della corsa in modo da tenere l'angolazione delle visuale della palla costante. Il giocatore quindi ignora tutte le altre informazioni per calcolare la traiettoria, come la velocità iniziale della palla, la distanza e l'angolazione per concentrarsi solo su un pezzo dell'informazione.



# la finanza comportamentale

- Friedman sosteneva quindi che benché un giocatore che si comporta in questo modo non sia pienamente razionale, nei fatti è come se lo fosse.



# Errori e Irrazionalità

---

- Molto spesso, la letteratura economica concorda che innalzando il livello minimo di conoscenze in campo finanziario dell'intera popolazione, si potrebbe giungere alla generazione di comportamenti finanziari corretti.
- La relazione tra cultura e scelte finanziere virtuose è controversa e gli errori compiuti da investitori professionali sono una prova del fatto che il *know-how* non è sufficiente a rendere l'investitore pienamente razionale nel suo processo di scelta.
- Oltre al problema legato all'istruzione finanziaria, vi sono altri fattori psicologici ed emotivi che sono stati isolati e interpretati grazie al lavoro congiunto di psicologi, esperti di neuroscienze ed economisti finanziari.

# Errori e Irrazionalità

È importante stabilire quali tipi di errori comportamentali influenzano le nostre decisioni;

1. Semplificazioni Euristiche → sistema di raccolta ed elaborazione delle informazioni-
  2. Auto-Illusione → limiti all'apprendimento-
  3. Emotività/affetto
  4. Fattori sociali
- Gli errori dipendono dal sistema di raccolta ed elaborazione delle informazioni – le semplificazioni euristiche- ma anche anche da altri fattori, come la memoria che biologicamente influenza anche il nostro processo di apprendimento, l'emotività e al maggiore o minore conformismo sociale.



# Errori e Irrazionalità: La rappresentatività

- L'ipotesi di razionalità delle percezioni si scontra con la tendenza degli individui ad acquisire ed elaborare le informazioni utilizzando un numero limitato di regole intuitive o *euristiche*; tali regole, frutto di approssimazioni, permettono di ridurre la complessità del processo ma possono, al tempo stesso, generare errori sistematici e significativi (Kahneman e Tversky; 1974).
- Come emerge dalla copiosa evidenza sperimentale, la raccolta delle informazioni viene spesso condotta sulla base dell'euristica della disponibilità, mentre l'elaborazione delle stesse informazioni viene guidata dalle euristiche della rappresentatività e dell'ancoraggio.

TAV. I

RACCOLTA ED ELABORAZIONE DELLE INFORMAZIONI				
RAZIONALITÀ DELLE PERCEZIONI	MODELLO STANDARD	FINANZA COMPORTAMENTALE		
		Raccolta delle informazioni	Elaborazione delle informazioni	
	<i>Disponibilità</i>	<i>Rappresentatività</i>	<i>Ancoraggio</i>	
	Tutte le informazioni disponibili sono acquisite e utilizzate correttamente per la stima delle probabilità secondo un processo bayesiano.	Familiarità	I giudizi di probabilità sono formulati sulla base di stereotipi e situazioni familiari.	Rilevanza nel processo decisionale di un'ipotesi iniziale o di un'informazione saliente che agisce da ancora, trattenendo a sé gli aggiustamenti successivi.
Recuperabilità				

# Errori e Irrazionalità: La rappresentatività

- Nell'ambito dell'elaborazione delle informazioni, l'euristica della rappresentatività si riferisce alla tendenza a ricorrere a stereotipi quando siamo chiamati a prendere decisioni.
- In altri termini, in conseguenza della rappresentatività la probabilità attribuita a un evento dipende da quanto quell'evento è "rappresentativo" di una certa classe.
- Il termine rappresentativo è in questo caso sinonimo di "rassomigliante", "simile".

Rappresentatività		
	Tendenza ad ignorare le frequenze oggettive.	Esperimento in cui si chiede di scegliere la probabile professione svolta da due soggetti sulla base delle loro caratteristiche personali e psicologiche (si veda la nota 7).
	Tendenza ad ignorare la dimensione del campione. Le proprietà statistiche della legge dei grandi numeri sono erroneamente attribuite anche ai piccoli campioni (cosiddetta <i>gambler fallacy</i> ).	Nei giochi d'azzardo, gli individui ritengono che un evento casuale abbia più probabilità di verificarsi perché non si è verificato per un certo periodo di tempo.
	Tendenza a ignorare il fenomeno di regressione verso la media e a ritenere che a presupposti estremi debbano corrispondere conseguenze estreme.	Le previsioni sull'andamento delle azioni tendono ad essere ottimistiche (pessimistiche) per le azioni che hanno sovraperformato (sottoperformato) l'indice di mercato per un certo periodo di tempo.
	<i>Conjunction fallacy</i> . Il fatto di inferire le probabilità sulla base della "somiglianza" può portare a sovrastimare la probabilità di due eventi congiunti e a sottostimare la probabilità di due eventi disgiunti.	Si considerino due scommesse che pagano lo stesso premio. Nella prima si vince se si estrae una pallina rossa da un'urna che contiene 50 palline rosse e 50 nere; nella seconda si vince se si estraggono consecutivamente 7 palline rosse da un'urna che contiene 90 palline rosse e 10 nere (dopo ogni estrazione la pallina è rimessa nell'urna). Oltre il 70% dei partecipanti all'esperimento preferisce la seconda (probabilità di vincere pari a 48%) alla prima scommessa (probabilità del 50%).
	<i>Overconfidence</i> (sovrastima delle proprie capacità previsionali) e ottimismo (previsioni sistematicamente distorte a proprio vantaggio).	Presunzione di poter battere il mercato; estrapolazione a medio termine dai trend di breve periodo; illusione del controllo; <i>under</i> o <i>overreaction</i> a nuove informazioni.

# Errori e Irrazionalità: La rappresentatività

- Spesso la somiglianza può essere efficace nel prendere una decisione, in quanto certi tratti sono tipici di una classe, ma questo non è necessariamente vero.
- Ad esempio, quando si manifesta insensibilità ai tassi di base, gli investitori cercano di determinare il potenziale di un investimento azionario, contestualizzando il titolo in uno schema classificatorio semplice da comprendere e familiare.
- Per esempio, un investitore potrebbe etichettare un'azione come *value*, perché nella narrazione con cui viene descritta si racconta che opera in un settore maturo e che la società ha raggiunto una dimensione aziendale notevole, e procedere velocemente a trarre conclusioni circa il rischio e il potenziale rendimento dell'investimento.
- In questo caso, l'azione descritta come *value* potrebbe corrispondere ad una società che ha tutte le caratteristiche narrative, ma non necessariamente finanziarie, per assomigliare ad una società *value*.



# Errori e Irrazionalità: La rappresentatività

---

- Uno degli errori tipici derivanti dalla rappresentatività è il cosiddetto *gambler fallacy* (errore del giocatore di azzardo), ossia la propensione a ritenere che la frequenza di un evento in un campione di grandi dimensioni sia osservabile anche con riferimento a un campione piccolo. (Kanehman e Tversky (1974) hanno coniato l'espressione "legge dei piccoli numeri" per indicare questo errore cognitivo).
- L'evidenza sperimentale mostra inoltre la tendenza degli individui a ritenere che manifestazioni estreme di un determinato fenomeno (ad esempio, una crescita consistente dei corsi di un titolo) abbiano valenza predittiva, nel senso che preludono a manifestazioni altrettanto estreme in futuro. In altri termini, l'euristica della rappresentatività induce a ignorare il fenomeno della regressione verso la media, suggerendo un nesso di causalità tra i (presunti) presupposti e le (presunte) conseguenze, così come tra il passato e il futuro.
- Le previsioni sull'andamento delle azioni, ad esempio, tendono ad essere ottimistiche per i titoli che hanno battuto l'indice di mercato per un certo periodo di tempo e viceversa (De Bondt e Thaler, 1985).

# Errori e Irrazionalità: La rappresentatività

- In sintesi, gli errori di rappresentatività sono causati dal ricorso a un set informativo parziale e spesso inadeguato alla decisione che si deve prendere.
- In termini logici, nel sillogismo generato nel caso di semplificazioni basate sulla rappresentatività si fa ricorso a premesse false, in quanto ciò che è verosimigliante non è necessariamente vero.
- È quindi chiaro come l'errore di rappresentatività derivi da un deficit informativo che può essere corretto.
- Siamo davanti a un errore di tipo logico e cognitivo che si sostanzia nella relazione verosomiglianza-verità.



# Errori e Irrazionalità: La Disponibilità

- Nell'ambito dell'elaborazione delle informazioni, l'euristica della disponibilità, si afferma quando gli individui tendono ad attribuire ad un evento la probabilità basata sulla numerosità e sulla facilità con cui ricordano il manifestarsi di tale evento.
- In altre parole, stimiamo la frequenza, la probabilità o semplicemente le cause di un evento attraverso l'intensità con cui tali fatti o avvenimenti sono disponibile nella nostra memoria.
- Maggiore è la frequenza con cui si è verificato un evento in passato, più semplice è per noi immaginare che possa ripetersi.
- Eventi che non si sono mai verificati verranno considerati meno probabili

Euristiche	Errori	Esempio
<i>Disponibilità</i>		
Familiarità ( <i>easy of recall bias</i> )	Gli individui giudicano gli eventi facili da ricordare, poiché vividi e recenti o vissuti personalmente, più numerosi di quelli di pari frequenza ma più difficili da ricordare.	Gli investitori concentrano gli acquisti sulle azioni che hanno maggiore copertura da parte della stampa, ovvero che hanno sperimentato elevati volumi di negoziazione o significative variazioni di prezzo (Gadarowski, 2002; Barber e Odean, 2008). Le <i>Surveys</i> periodiche mostrano che le aspettative sull'andamento del mercato sono influenzate dagli andamenti più recenti.
Recuperabilità/ Costruzione	Quando l'evento non è facilmente recuperabile nella memoria, bisogna costruire degli scenari, con la possibilità di incorrere in errori procedurali (la struttura della memoria influenza il processo).	La probabilità di successo soggettivamente attribuita a un piano industriale dipende dalla facilità con cui sono rappresentabili i punti di forza e di debolezza. Quelli immaginabili con maggiore intensità e immediatezza possono determinare errori di stima.
	Correlazione indotta. La valutazione della probabilità basata sui ricordi disponibili può generare correlazioni inesistenti tra due eventi indipendenti.	Nel valutare la probabilità di <i>default</i> di una società che manifesta determinati sintomi, un analista può cercare nella memoria i casi di società fallite con gli stessi sintomi, trascurando i casi di società che pur esibendo quei sintomi non sono fallite.

# Errori e Irrazionalità: La Disponibilità

- Nell'ambito dell'elaborazione delle informazioni, l'euristica della disponibilità, si afferma quando gli individui tendono ad attribuire ad un evento la probabilità basata sulla numerosità e sulla facilità con cui ricordano il manifestarsi di tale evento.
- In altre parole, stimiamo la frequenza, la probabilità o semplicemente le cause di un evento attraverso l'intensità con cui tali fatti o avvenimenti sono disponibile nella nostra memoria.
- Maggiore è la frequenza con cui si è verificato un evento in passato, più semplice è per noi immaginare che possa ripetersi.
- Eventi che non si sono mai verificati verranno considerati meno probabili

Euristiche	Errori	Esempio
<i>Disponibilità</i>		
Familiarità ( <i>easy of recall bias</i> )	Gli individui giudicano gli eventi facili da ricordare, poiché vividi e recenti o vissuti personalmente, più numerosi di quelli di pari frequenza ma più difficili da ricordare.	Gli investitori concentrano gli acquisti sulle azioni che hanno maggiore copertura da parte della stampa, ovvero che hanno sperimentato elevati volumi di negoziazione o significative variazioni di prezzo (Gadarowski, 2002; Barber e Odean, 2008). Le <i>Surveys</i> periodiche mostrano che le aspettative sull'andamento del mercato sono influenzate dagli andamenti più recenti.
Recuperabilità/ Costruzione	Quando l'evento non è facilmente recuperabile nella memoria, bisogna costruire degli scenari, con la possibilità di incorrere in errori procedurali (la struttura della memoria influenza il processo).	La probabilità di successo soggettivamente attribuita a un piano industriale dipende dalla facilità con cui sono rappresentabili i punti di forza e di debolezza. Quelli immaginabili con maggiore intensità e immediatezza possono determinare errori di stima.
	Correlazione indotta. La valutazione della probabilità basata sui ricordi disponibili può generare correlazioni inesistenti tra due eventi indipendenti.	Nel valutare la probabilità di <i>default</i> di una società che manifesta determinati sintomi, un analista può cercare nella memoria i casi di società fallite con gli stessi sintomi, trascurando i casi di società che pur esibendo quei sintomi non sono fallite.

# Errori e Irrazionalità: La Disponibilità

- Eventi dove la possibilità di vincita è molto improbabile, come ad esempio la vincita alla lotteria, è spesso sovrastimata perché almeno uno vince sempre, rendendo l'evento più disponibile nella nostra mente.
- Poiché gli eventi che si verificano con maggior frequenza sono più facili da ricordare, con questa scorciatoia si arriva spesso alle decisioni corrette; ciò nonostante, poiché la disponibilità di un'informazione è influenzata da fattori che non sono sempre legati all'effettiva frequenza con cui si verifica una situazione, tale regola empirica può essere causa di risultati errati.



# Errori e Irrazionalità: La Disponibilità

---

- Gli errori cognitivi basati sulla disponibilità trovano manifestazione spesso anche nel mercato finanziario, specialmente quando gli investitori si trovano nella fase di selezione dei titoli.
- Durante questa fase, gli investitori fissano dei parametri oggettivi, quali la presenza o meno all'interno di un indice o il grado di rischio di liquidità accettabile, ma sono anche influenzati dalla quantità di informazioni disponibili.
- Questo può portare a concentrare gli acquisti sui titoli che hanno una maggiore copertura sulla stampa.
- Un'indagine di questo tipo è stata condotta da Gadarowski (2002), il quale evidenzia come i titoli maggiormente citati dalla stampa presentino performance inferiori al mercato nel biennio successivo.
- Gli investitori individuali sono definiti *attention-based buyers*, ovvero acquistano titoli che hanno attratto la loro attenzione.

# Errori e Irrazionalità: L'Ancoraggio

- Nell'ambito dell'elaborazione delle informazioni, l'euristica dell'ancoraggio si manifesta nella consuetudine ad "ancorarci" a un'informazione ritenuta saliente o a un'ipotesi iniziale. Tal "ancora" può derivare dal valore assunto precedentemente da un certo fenomeno, dal modo in cui il problema è presentato o da un'informazione casuale.

Ancoraggio		
	Conservatorismo	<i>Underreaction</i> degli analisti finanziari rispetto alle nuove informazioni diffuse dalle imprese oggetto di valutazione (Shefrin, 2000).
	<i>Overconfidence</i>	Presunzione di poter battere il mercato; estrapolazione a medio termine dai trend di breve periodo; illusione del controllo; <i>under</i> o <i>overreaction</i> a nuove informazioni.
	<i>Conjunction fallacy.</i>	Esperimento prima citato a proposito della <i>conjunction fallacy</i> indotta dalla rappresentatività.

# Errori e Irrazionalità: L'Ancoraggio

---

- Shiller (2005) indica due tipi di “ancore”:

- a) Quantitative

- b) Qualitative

Le “ancore” quantitative, sono numeri o variabili quantitative utilizzate per fornire una stima. Un esempio sono i prezzi di borsa passati.

Le “ancore” morali/qualitative, più vicine al pensiero umano, determinano la forza della motivazione che spinge gli agenti ad acquistare titoli, motivazione che deve prevalere rispetto a usi alternativi della ricchezza a loro disposizione. Sono motivazioni di tipo culturale, la propensione capitalistica a investire in azioni o come si diceva, morali, quale l'importanza etica che può rivestire il risparmi.



# Errori e Irrazionalità: L'Ancoraggio

- Un esempio di utilizzo dell'euristica dell'ancoraggio ricorre quando il prezzo di un titolo in un determinato momento diventa il riferimento per la valutazione dell'andamento del titolo stesso in futuro, a prescindere da altri elementi utili quali la storia del titolo e la variabilità del prezzo in passato.
- Un titolo potrebbe avere un valore molto elevato in un certo momento ma essere, tuttavia, un investimento poco sicuro poiché in passato ha registrato un andamento molto altalenante con forti crescite di valore seguite da altrettanto forti ribassi.
- Sebbene non sia corretto, l'utilizzo di informazioni relative all'andamento passato di un titolo per finalità previsionali permette comunque una valutazione più accurata di quella che si ottiene considerandone soltanto un valore puntuale (Shefrin, 2000).



# Errori e Irrazionalità: L'Ancoraggio

- L'ancoraggio è anche alla base degli atteggiamenti conservatori adottati dagli agenti economici. A questo proposito, Shefrin (2000), riferisce un caso di conservatorismo nel comportamento degli analisti finanziari. Questi ultimi partono con ipotesi iniziale circa le caratteristiche di un'azienda, ovvero la probabilità che questa possa produrre utili interessanti.
- Quando vengono diffuse nuove informazioni sull'azienda, l'analista tende a leggerle sulla base di tali probabilità iniziali.
- Se, per esempio, le informazioni positive riguardano un'azienda che in passato ha avuto performance non particolarmente brillanti, l'analista rivede la sua valutazione in modo conservativo, sottostimando la possibilità che l'azienda possa in futuro generare utili significativi



- Alle euristiche passate in rassegna sono collegati atteggiamenti noti come *overconfidence* e ottimismo.
- In particolare, il primo deriva dall'apparente facilità con la quale può essere formulata una previsione sulla base di ricordi (disponibilità), luoghi comuni (rappresentatività) e punti di riferimento esterni (ancoraggio).
- Il secondo nell'attitudine a formulare previsioni sistematicamente distorte verso l'alto.



- L'*overconfidence* può manifestarsi secondo varie modalità:
  1. Può determinare una sottostima della variabilità di un fenomeno, ossia una valutazione degli intervalli di confidenza troppo stretti (cosiddetta miscalibration);
  2. Può alimentare la convinzione di essere migliore della media (better than average effect);
  3. Può generare la cosiddetta illusione di controllo, ossia la tendenza a trascurare l'importanza del caso nelle circostanze in cui si crede che il ruolo dell'abilità personale sia predominante.

# La teoria del prospetto

- Gli studiosi di finanza comportamentale hanno teorizzato diversi modelli coerenti con le scelte individuali osservate.
- La teoria del prospetto (*prospect theory*), elaborata da Kahneman e Tversky (1979), articola le scelte in condizioni di incertezza in due fasi:
  - strutturazione (*editing*) ossia analisi e nella riformulazione del problema, allo scopo di giungere a una rappresentazione semplificata e più “trattabile”.
  - valutazione delle alternative.

In questo contesto possono ricorrere gli errori cognitivi e di preferenze, responsabili di modifiche radicali della percezione individuale delle probabilità e degli esiti corrispondenti alle alternative possibili.



# La teoria del prospetto

- Queste operazioni, unitamente all'effetto certezza, conducono ad una ponderazione non lineare delle probabilità, di cui la teoria del prospetto dà conto attraverso una funzione di ponderazione opportunamente definita.
- Durante la fase di editing, inoltre, i risultati sono espressi in termini di guadagni o perdite in relazione ad un certo punto di riferimento, che può corrispondere al costo di acquisto, a una stima precedente del valore di mercato, a un valore che individua l'obiettivo da raggiungere o comunque a qualsiasi punto determinato anche sulla base di un processo di ancoraggio:
- la definizione del punto di riferimento, infatti, può essere influenzata da errori cognitivi e dall'effetto inquadramento.



# La teoria del prospetto

- Secondo la Teoria del prospetto, per un individuo normale il ragionamento sugli investimenti, o in generale su gli eventi aleatori, si caratterizza per le seguenti anomalie:
  - a) Valutazione non lineare delle probabilità;
  - b) Avversione al rischio variabile
  - c) Utilità definita sui guadagni/perdite non sulla ricchezza finale;
  - d) Avversione alle perdite
  - e) Incapacità di considerare problemi complessi.



# La teoria del prospetto

---

Bailey *et al.* (2010), analizzano un campione con l'intenzione di capire se certi errori comportamentali possano influire sulla scelta di prodotti di risparmio; le variabili comportamentali con cui segmentano gli investitori sono le seguenti:

1. *Effetto disposizione*, tendenza a vendere troppo presto le posizioni in plus e mantenere troppo a lungo quelle in minus;
2. *Narrow framing*, la tendenza a prendere le decisioni senza considerare tutte le variabili;
3. *Overconfidence e local bias*, ossia la tendenza a «investire nel cortile di casa»;
4. *Overconfidence e eccessivo ottimismo*, vale a dire l'irreale convinzione di poter governare variabili;
5. *Amore per le lottery stock*, ovvero la preferenza per gli investimenti a prezzo basso, alto rischio idiosincratice e asimmetrico;
6. *Scarse attenzione alle notizie fondamentali*;
7. *Scarsa attenzione agli eventi macroeconomici*.

# L'identikit degli investitori

---

- Utilizzando le sette variabili ricordate, assieme ad altre più classiche di controllo, gli investitori vengono raggruppati nelle seguenti categorie.
  1. *Giocatori d'azzardo*: individui con elevata propensione all'effetto disposizione e al *narrow framing*: amano le *lottery stock*. Hanno bassa probabilità di detenere fondi, ma quando lo fanno scelgono strumenti ad alti costi, cercano di cavalcare i trend e ottengono scarse performance.
  2. *Investitori brillanti*: sono individui che presentano bassi punteggi nelle diverse deviazioni comportamentali. Presentano alta probabilità di acquistare fondi a basso costo, non sono a caccia di trend e normalmente ottengono performance di portafoglio positive.
  3. *Investitori eccessivamente sicuri*: sono individui eccessivamente self confident; mostrano una preferenza per le *lottery stock* e investimenti familiari. Ancora meno propensi dei giocatori d'azzardo a investire in fondi e più propensi di questi ultimi a inseguire i trend. Quando investono in fondi, scelgono quelli più costosi e con maggiore turnover.

# L'identikit degli investitori

- 4) *Investitori con il paraocchi:* sono individui che presentano alti punteggi sul fronte del *narrow framing* e dell'effetto disposizione. Per gli investimenti in fondi comuni gli individui hanno comportamenti errati quanto i giocatori d'azzardo. Possiedono piccoli investimenti in fondi ad alto costo e, inseguendo i trend, ottengono basse performance.
- 5) *Investitori maturi:* sono individui che non presentano inclinazioni comportamentali di sorta. Acquistano più massicciamente fondi comuni a basso costo, non inseguono trend. In genere, ottengono performance interessanti, anche se non buone come quelle raggiunte dalla categoria dei migliori investitori.



# Le anomalie nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail

- La ricerca ha evidenziato numerosi deviazioni dei comportamenti degli investitori dalle prescrizioni della teoria classica.
- La bassa partecipazione al mercato finanziario, e in particolare al mercato azionario, è l'esempio più significativo di violazione della teoria classica: tale violazione persiste anche quando si tiene conto dei fattori individuali (avversione al rischio), socio-economici (reddito, costi di ingresso e di transazione) e congiunturali (crisi finanziarie, riduzione della fiducia nell'integrità del sistema finanziario) che potrebbero riconciliare l'evidenza con le previsioni teoriche.
- Anomalie nella costruzione del portafoglio emergono anche con riferimento agli individui che possiedono attività finanziarie.
- È diffusa, infatti, la tendenza a detenere portafogli poco diversificati sia per tipologia di attività, sia per tipologia di emittente, sia per area geografica.



# Le anomalie nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail

---

- In particolare, lo scostamento tra la composizione dei portafogli detenuti dalle famiglie e le prescrizioni del CAPM sono un caso classico di anomalia delle decisioni di investimento, noto nella letteratura come *asset allocation puzzle* (Canner et al., 1997).
- Secondo la teoria, date le tre classi fondamentali di attività finanziarie corrispondenti rispettivamente alla liquidità (priva di rischio), alle obbligazioni e alle azioni, l'avversione al rischio degli individui dovrebbe influenzare unicamente la quota di ricchezza detenuta sotto forma di liquidità ma non la ripartizione tra azioni e obbligazioni, essendo quest'ultima uguale per tutti gli investitori e corrispondente all'unico portafoglio rischioso (cosiddetto portafoglio di mercato).

# Le anomalie nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail

- È documentata, tuttavia, la propensione dei consulenti finanziari a proporre una ripartizione della ricchezza tra obbligazioni e azioni tanto più sbilanciata verso le azioni quanto maggiore è la quota di liquidità, e dunque l'avversione al rischio, e quanto maggiore è l'orizzonte temporale di riferimento.
- Questa deviazione dalla teoria del portafoglio persiste anche dopo aver rilassato le ipotesi più restrittive alla base del CAPM, ossia dopo aver introdotto un orizzonte multiperiodale, la possibilità di assumere posizioni corte e l'ipotesi che tutte le attività sono rischiose.



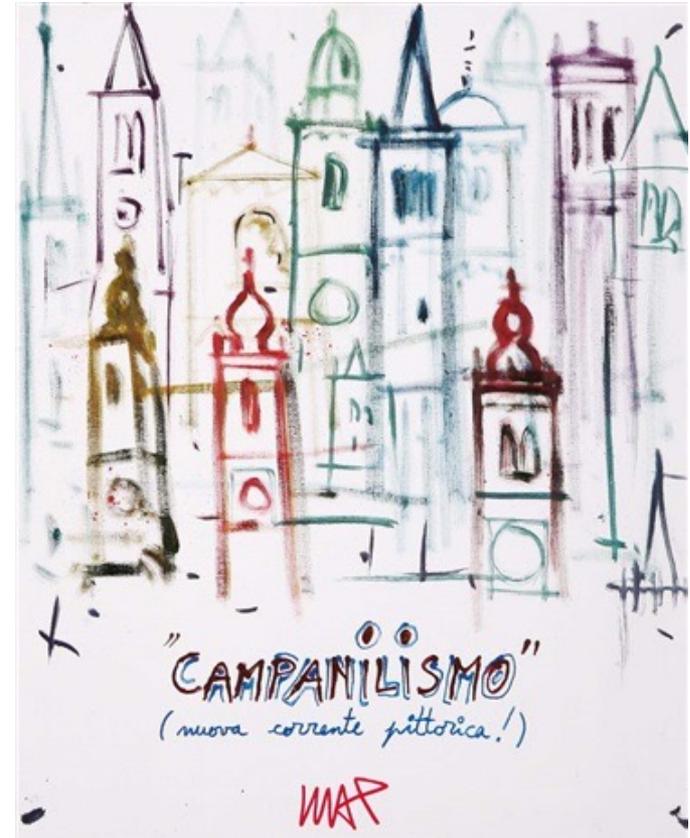
# Le anomalie nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail

- Un fenomeno molto frequente è, inoltre, l'applicazione di regole estremamente semplici ai fini della determinazione della composizione di portafoglio (*naive diversification*) che risulta in una elevata correlazione tra i singoli titoli.
- Da alcune ricerche si evincerebbe, in particolare, la tendenza degli individui a diversificare aumentando i titoli in portafoglio piuttosto che scegliendo titoli molto diversi e quindi poco correlati.
- Tale comportamento sembra esibire una certa stabilità nel tempo, sebbene la progressiva diminuzione della correlazione media tra i titoli e la riduzione dei costi di transazione abbiano aumentato i vantaggi della diversificazione (Rigoni, 2006).



# Le anomalie nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail

- I portafogli detenuti dalle famiglie risultano sub-ottimali, inoltre, anche con riferimento al grado di diversificazione geografica (French e Poterba, 1991; Baxter e Jermann, 1997) essendo concentrati soprattutto sui titoli domestici (cosiddetto *home bias*).
- Tale caratteristica contrasta con l'evidenza dell'analisi delle correlazioni storiche tra i mercati azionari, che dimostra la maggiore efficienza dei portafogli diversificati a livello internazionale.
- All'*home bias* è riconducibile anche un'altra forma di distorsione, ossia la preferenza che molti investitori manifestano per i titoli delle società per cui lavorano (Hubermann, 1999).



# Le anomalie nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail

- Gli investitori che acquistano direttamente azioni tendono a movimentare eccessivamente il portafoglio e, in particolare, vendono troppo presto i titoli con performance positiva e detengono troppo a lungo i titoli con performance negativa (Barber e Odean, 2000).
- La movimentazione osservata rimane intensa anche quando si tiene conto delle circostanze che possono giustificare il trading, quali ad esempio eventuali esigenze di liquidità, la necessità di ribilanciare la composizione del portafoglio o fattori fiscali.



# Le anomalie nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail

- Questo fenomeno, denominato *disposition effect* da Shefrin e Statman (1985), sarebbe compatibile con le prescrizioni della teoria classica solo se riflettesse le aspettative degli investitori sull'andamento prospettico dei titoli.
- L'evidenza mostra tuttavia che i titoli con performance positiva continuano, per un lungo periodo successivo alla vendita, ad essere migliori di quelli in perdita mantenuti in portafoglio (Odean, 1998).
- Gli investitori che movimentano maggiormente il portafoglio, con ripercussioni negative sul rendimento, sembrano anche essere quelli che acquisiscono maggiori informazioni (Odean, 1998).



# Uno sguardo “antropologico” agli investimenti in fondi

L'investitore in fondi italiano si comporta diversamente dal suo cugino francese o dal suo amico coreano? Uno studio recente di Hens e Caliskan (2013) cerca di dare una risposta a questo tipo di domanda.

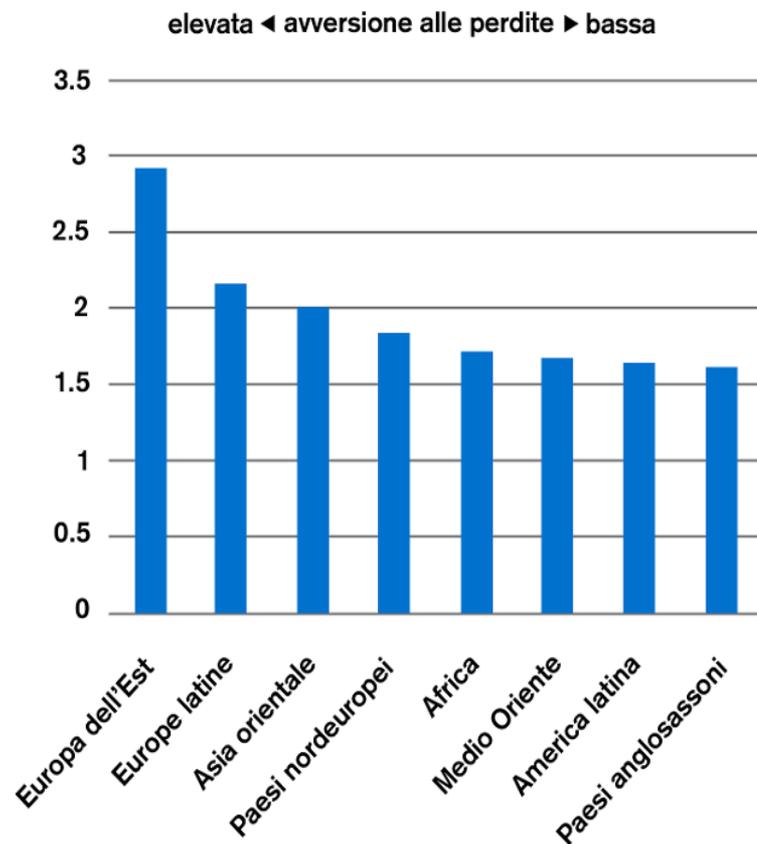
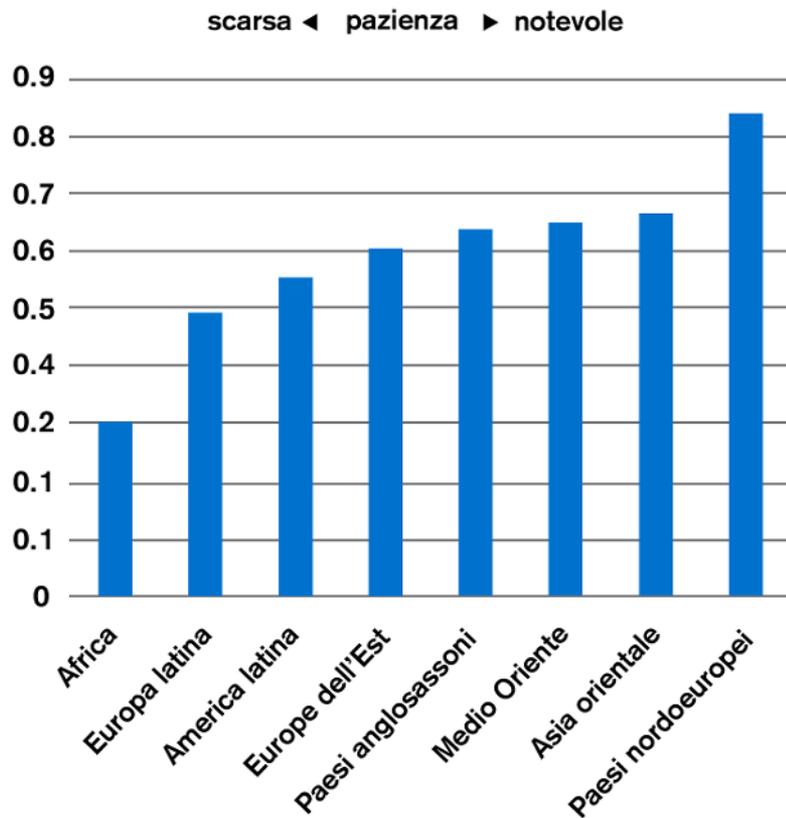
Gli autori si sono concentrati su due variabili: pazienza e avversione alle perdite e la loro relazione con in flussi di acquisto e vendita di fondi comuni.

Lo studio è interessante perché analizza tali caratteristiche a livello dell'intera popolazione e getta quindi uno sguardo di tipo “antropologico” alla decisioni finanziarie.

Lo studio vuole quindi verificare se investitori più pazienti e tolleranti alle perdite reagiscono meno intensamente ai movimenti al rialzo e al ribasso dei mercati.



# Uno sguardo “antropologico” agli investimenti in fondi



# Uno sguardo “antropologico” agli investimenti in fondi

---

- Se un investitore è più paziente, le sue aspettative di rendimento possono inquadarsi su archi temporali più lunghi e le variazioni di prezzo più ravvicinate non dovrebbero influenzare i comportamenti.
- Gli investitori più tolleranti alle perdite metabolizzano più a lungo condizioni negative prima di abbandonare l'investimento.
- La conclusione dell'analisi econometrica dimostra come gli investitori con livelli più elevati di avversione alle perdite reagiscono maggiormente a variazioni sia positive sia negative nella redditività dei fondi.
- La pazienza è una variabile importante nello spiegare le differenze dei flussi tra diversi Paesi.

# Investitori e Sentiment

- Keyens (1936, p.154) scrisse che il “*il mercato è soggetto a ondate di sentiment ottimista e pessimista, che sono irragionevoli e tuttavia più che legittime quando non esistono solide basi per calcoli sensati*” e, ancora, che “*è la nostra innata premura all’azione che fa girare la ruota, i nostri sé razionali scelgono tra le alternative nel modo migliore possibile, calcolando ove possibile, ma spesso si ripiega su valutazione “capricciose”, basate sul sentiment o addirittura il caso*”.
- L’influenza delle opinioni del gruppo sul comportamento del singolo individuo è molto forte, soprattutto nelle situazioni decisionali caratterizzate da incertezza.
- Sui mercati finanziari si è infatti osservato che gli investitori tendono ad imitare le scelte e le opinioni altri, senza così sviluppare una propria valutazione personale.



# Investitori e Sentiment

- Il fenomeno del comportamento imitativo è una conseguenza delle relazioni sociali: esso nasce dalla dipendenza dell'individuo dall'ambiente in cui vive ed è spesso amplificato in situazioni di criticità e incertezza, nelle quali è molto più delicato assumere atteggiamenti controcorrente.
- La ciclicità dei rialzi e dei ribassi del mercato riflette l'abitudine degli investitori a seguire andamenti del mercato e le "mode" del momento, senza attenzione alla massimizzazione della propria utilità attesa.



- Infatti gli individui, contrariamente ai paradigmi razionali della teoria classica, mettono in atto strategie conservative (underraction), seguite poi da reazioni improvvise (overreaction).

- Prechter (2001) dimostra che la conformità ai comportamenti del gruppo risulta controproducente per chi investe nei mercati finanziari.
- La maggioranza degli investitori acquisisce gran parte delle conoscenze relative ai mercati finanziari da altre persone, dai giornali, dalla televisione o dagli analisti senza cercare di verificarne l'esattezza.
- Tutto ciò fa sì che la maggioranza degli investitori risulti influenzata in modo inconsapevole dall'informazioni esterne, rendendo il comportamento del mercato differente dalla somma dei comportamenti individuali.
- Il mercato sarebbe dotato di un suo comportamento che emerge dalla tendenza degli investitori a conformarsi ai segnali che giungono dall'ambiente, cioè alla decisioni di investimento degli altri investitori e alle previsioni degli analisti.

# Investitori e Sentiment

- Si crea così, all'interno dei mercati finanziari, una sorta di “pensiero di gruppo” che può essere compreso e spiegato dalle teorie del contagio dei pensieri (*thought contagion theories*).
- I *mass media* hanno evidenziato un potere molto forte nell'attrarre e indirizzare l'attenzione su determinate notizie che finiscono per persuadere le persone, favorendo così la nascita di forti credenze e opinioni collettive.
- .

